

2014 年宁乡经济技术开发区建设投资有限公司

公司债券 2018 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，
本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期
间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信
用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

2014年宁乡经济技术开发区建设投资有限公司公司债券 2018年跟踪信用评级报告

报告编号:

鹏信评【2018】跟踪第
【539】号 01

债券简称: 14宁经开债/
PR宁经开

债券剩余规模: 7.20 亿
元

债券到期日期:
2021年04月16日

债券偿还方式: 按年付
息, 债券存续期的第三
年至第七年等额偿还债
券 20%本金

分析师

姓名:
赵云飞 刘伟强

电话:
0755-82872897

邮箱:
zhaoyf@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法, 该评级方法已披露
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司
地址: 深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦
3楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018年06月08日	2017年06月22日

评级观点:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对宁乡经济技术开发区建设投资有限公司(以下简称“宁乡经开建投”或“公司”)及其2014年4月16日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的2018年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持为AA,发行主体长期信用等级维持为AA,评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到:公司外部环境仍较好,为其发展提供了良好基础,公司土地开发和基础设施建设项目较多,未来收入较有保障,继续得到了外部的较大支持;同时我们也关注到了公司土地整理收入易受土地规划及开发进度波动影响,公司资产流动性较弱,资金压力和偿债压力较大等风险因素。

正面:

- 外部环境较好,为公司发展提供了良好基础。2017年宁乡市全年实现地区生产总值1,224.45亿元,同比增长10.30%。2017年宁乡市公共财政收入为44.08亿元,同比增长3.29%。区域经济和财政持续增长,继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司土地开发和基础设施建设项目较多,未来收入较有保障。截至2017年末,公司存货中有土地整理成本293,254.36万元;公司主要在建、拟建项目合计141.48亿元,已完成投资84.29亿元。后续随着该部分土地完成开发并出让和在建项目的陆续完工,有望为公司带来持续的业务收入。
- 公司获得的外部支持力度仍较大。2017年,宁乡经济技术开发区管理委员会(以下简称“管委会”或“经开区管委会”)向公司注入资产76,411.47万元;此外,

公司获得当地政府合计 19,182.19 万元的补贴收入。

关注：

- **公司资产以土地资产和代建项目成本为主，公司资产流动性较弱。**2017 年末，公司存货账面价值 1,875,425.74 万元，占资产总额的 77.78%，其中土地资产为 749,158.19 万元，已抵押的土地资产为 404,816.44 万元，占存货中土地资产的 54.04%，资产流动性较弱；2017 年末公司应收款项账面价值为 19.12 亿元，占总资产的 7.93%，应收款项回收时间不确定性，公司存在资金被占用的情况。
- **公司土地整理收入规模易受土地规划及开发进度波动影响。**2017 年公司土地整理收入 25,380.76 万元，土地整理收入易受宁乡经开区管委会土地规划及开发进度影响，公司未来收入可能存在一定的波动性。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2017 年底，公司主要在建项目尚需投入资金 20.06 亿元，拟建项目计划投资 37.13 亿元，公司还需投入大量建设资金，资金支出压力较大。
- **公司偿债压力较大。**2017 年末公司有息债务为 1,079,228.01 万元，同比增长 25.80%，有息债务持续增长且规模较大。2017 年资产负债率上升至 50.05%，EBITDA 利息保障倍数下降至 0.69，偿债压力较大。

发行人主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	2,411,242.95	2,183,320.06	1,652,180.65
股东权益合计（万元）	1,204,359.82	1,144,085.15	967,525.74
有息债务（万元）	1,079,228.01	857,893.86	563,603.75
资产负债率	50.05%	47.60%	41.44%
流动比率	7.68	6.95	8.29
营业收入（万元）	112,444.90	95,625.93	90,756.71
其他收益（万元）	19,182.19	-	-
营业外收入（万元）	-	18,103.11	17,595.68
利润总额（万元）	35,287.39	33,579.94	23,412.63
综合毛利率	8.17%	10.96%	13.49%
EBITDA（万元）	42,875.06	40,695.37	28,743.21
EBITDA 利息保障倍数	0.69	0.86	0.65

经营活动现金流净额（万元）	6,548.45	828.16	14,701.48
---------------	----------	--------	-----------

注：16 年数据采用 17 年审计报告期初数，2017 年 1 月 1 日起将与日常的活动相关的政府补助，计入其他收益科目。

资料来源：公司 2015 年、2017 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年4月16日发行7年期12亿元公司债券，本期债券募集资金主要用于长沙大河西先导区旺宁新村安居工程示范小区公租房等13个项目，截至2018年4月30日，本期债券募集资金已使用完毕。

经开区管委会与公司就长沙大河西先导区旺宁新村安居工程示范小区公租房项目签订了BT协议，回购总额共计167,528.00万元。BT协议约定：在本期债券存续期内第1、2年每年的付息日十个工作日之前分别向公司支付代建偿付资金1.50亿元，在存续期内第3至7年每年的付息日十个工作日之前分别向公司支付代建偿付资金2.00亿元，本期债券到期后第一年和第二年内分别向公司支付代建偿付资金2亿元和1.75亿元。

二、发行主体概况

2017年公司名称、注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人无变化，控股股东及实际控制人仍为经开区管委会。

2017年通过股权划转，公司新增纳入合并范围子公司两家：长沙顺泰投资管理有限公司、长沙蓝月谷房地产开发有限公司（以下简称“蓝月谷房地产”）。2016年，公司对宁乡经济技术开发区经湘基础设施建设有限公司（以下简称“经湘公司”）未实际出资，且经湘公司尚未开展业务。2017年公司出资5,000万人民币，故2017年将经湘公司纳入合并范围。

表 1 跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
长沙顺泰投资管理有限公司	100%	10,000	实业投资；项目投资；投资管理服务	股权划转
长沙蓝月谷房地产开发有限公司	100%	3,000	房地产开发，新材料的开发及相关技术服务	股权划转
宁乡经济技术开发区经湘基础设施建设有限公司	98.04%	5,100	市政设施管理；绿化管理；城市基础设施建设	投资设立

资料来源：公司 2017 年审计报告

截至2017年12月31日，公司资产总额为241.12亿元，股东权益合计为120.44亿元，资产负债率为50.05%；2017年度，公司实现营业收入11.24亿元，利润总额3.53亿元，经营活动现金流净额0.65亿元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长6.9%，增速比上年加快0.2个百分点，是2011年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨6.3%，结束了自2012年以来连续5年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入172,566.57亿元，一般公共预算支出203,330.03亿元，财政赤字率控制在3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币M2增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017 年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017 年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017 年 5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号，以下简称“50 号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017 年 6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号，以下简称“87 号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50 号文、87 号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018 年 2 月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表 2 2017 年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017 年 5 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预[2017]50 号)	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017 年 5 月	《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]62 号)	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017 年 6 月	《关于坚决制止地方政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87 号)	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时,严格限定政府购买服务的范围,严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资,并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017 年 7 月	《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]97 号)	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义,收费公路专项债券明确发债资金用途,限定偿债来源,同样实行额度管理,规定项目资产不能用于抵押
2017 年 7 月	《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(发改投资[2017]1266 号)	发展改革委	推进在建基础设施项目采用 PPP 模式,扩大 PPP 存量项目社会资本投入比例
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金[2017]92 号)	财政部	严格新 PPP 项目入库标准,清理已入库 PPP 项目
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194 号)	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格 PPP 模式适用范围,严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资

资料来源:各政府部门网站,鹏元整理

(二) 区域环境

2017年宁乡撤县改市,经济总量持续增长,工业基础较好

2017年4月10日,国家民政部批复同意撤销宁乡县,设立县级宁乡市。2017年宁乡市地方经济继续保持较好的发展态势,全年实现地区生产总值1,224.45亿元,增长10.30%,增速较上年略有放缓,但增速远高于全国平均水平。宁乡市2017年人均GDP为96,118元,人均GDP与全国GDP的比重为161.11%,高于全国平均水平。

宁乡市在2017年第十七届县域经济基本竞争力排名前移4位,跃居全国百强县第31位,中部第3位。三次产业结构由上年的10.9:66.2:22.9调整为10.1:65.9:24.0,第三产业比重有所提升,第二产业依然是对当地经济贡献最大的产业。

2017年宁乡市实现工业增加值731.49亿元，同比增长11.00%，工业保持较好的发展态势，但增速有微弱下滑。其中，先进装备制造、食品、新材料新能源三大主导产业共实现增加值449.68亿元，同比增长18.2%。在规模以上工业中，股份制企业实现增加值547.61亿元，同比增长14.3%，占规模工业增加值的比重91.6%。宁乡市的工业产业较为集中，同时股份制企业为工业的发展做出了较大贡献。

2017年宁乡市实现固定资产投资1,059.09亿元，同比增长17.30%，投资对经济发展贡献较大，且增速有所上升；实现社会消费品零售总额318.12亿元，同比增长15.50%，消费市场发展态势良好，但增速有一定放缓。

表 3 宁乡市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017年		2016年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,224.45	10.30%	1,098.35	11.00%
第一产业增加值	123.82	3.90%	120.16	4.40%
第二产业增加值	806.66	10.60%	726.43	11.50%
第三产业增加值	293.97	12.50%	251.76	12.90%
工业增加值	731.49	11.00%	660.65	12.30%
固定资产投资	1,059.09	17.30%	948.75	16.20%
社会消费品零售总额	318.12	15.50%	275.50	16.50%
进出口总额（亿美元）	5.15	54.60%	-	-
存款余额	731.83	21.60%	601.76	19.50%
贷款余额	541.35	19.70%	452.27	-2.20%
人均 GDP（元）		96,118		87,826
人均 GDP/全国人均 GDP		161.11%		162.70%

资料来源：宁乡市 2016-2017 年国民经济与社会发展统计公报，鹏元整理

宁乡市公共财政收入持续增长，但财政自给能力有所下滑

宁乡市经济的快速发展，推动了公共财政收入的持续增长，宁乡市财政实力不断增强。2017年宁乡市公共财政收入为44.08亿元，同比增长3.29%。

2017年宁乡市政府性基金收入为22.59亿元，同比大幅上涨30.57%。土地出让收入是政府性基金收入的主要来源，受长沙市“限购、限售、限价”影响，与长沙毗邻且暂由长沙市代管的宁乡市土地、房地产市场均有所升温。2017年宁乡市政府性基金收入增幅较大。

财政支出方面，2017年宁乡市公共财政支出87.01亿元，同比增长7.92%，主要为教育支出、农林水支出、国土资源气象等事务等保障民生相关的支出，财政自给率为50.66%，同比有所下降，主要系2017年财政支出增幅大于公共财政收入增幅，财政自给能力一般。

整体来看，宁乡市公共财政收入持续增长，财政自给能力一般且有所下滑，受土地市

场升温影响，政府性基金收入增幅较大。

表 4 2016-2017 年宁乡市财政收支情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地方综合财力	-	-	1,082,642	-
（一）公共财政收入	440,800	-	426,756	-
其中：税收收入	-	-	247,130	-
非税收入	-	-	179,626	-
（二）上级补助收入	-	-	482,881	-
其中：返还性收入	-	-	28,456	-
一般性转移支付收入	-	-	172,238	-
专项转移支付收入	-	-	182,187	-
（三）政府性基金收入	225,900	-	173,005	-
财政支出	1,072,587	-	964,637	-
（一）公共财政支出	870,087	-	806,230	-
（二）政府性基金支出	202,500	-	158,407	-
财政自给率	50.66%	-	52.93%	-

注：“-”数据未公开披露；财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：2017 年数据来源于《宁乡市 2017 年财政预算执行情况及 2018 年财政预算草案的报告》，2016 年数据来源于宁乡县财政局，鹏元整理

宁乡经济技术开发区经济继续保持较快增速

2017 年，宁乡经济技术开发区（以下简称“宁乡经开区”）经济继续保持较快的经济增长速度，2017 年宁乡经开区实现全年固定资产投资 254.88 亿元，同比增长 30.90%，继续保持较快的增长速度。2017 年宁乡经开区主体园区完成公共财政收入 24.6 亿元，同比增长 8.61%。

表 5 2016-2017 年宁乡经开区主要经济指标（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	-	-	340.13	17.64%
规模以上工业增加值	251.78	13.80%	290.3	13.50%
全年固定资产投资	254.88	30.90%	194.7	8.77%
公共财政收入	24.6	8.61%	22.65	-

注：“-”数据未公开披露；规模以上工业增加值数据来自于 2016-2017 年宁乡经开区工作报告。

资料来源：公司提供

四、经营与竞争

公司是宁乡经开区管委会直属的投融资主体，负责宁乡经开区的整体开发，包括基础

设施项目建设和土地整理开发。跟踪期内，公司业务结构未发生重大变化，仍以土地整理开发和基础设施代建为主。2017年，公司实现营业收入112,444.90万元，同比增长17.59%，主要系工程建设收入同比增长16.67%所致。2017年公司综合毛利率为8.17%，同比有所下降。

表 6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
土地出让收入	-	-	23,867.31	23.65%
土地整理收入	25,380.76	12.71%	-	-
工程建设收入	75,609.23	4.63%	64,805.86	4.76%
安置房出售	2,091.70	24.17%	5,611.36	24.18%
租赁收入	1,007.73	54.09%	592.00	54.19%
商品房收入	8,355.47	16.81%	749.39	9.51%
合计	112,444.90	8.17%	95,625.93	10.96%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司土地整理业务易受土地规划及开发进度影响；公司待开发土地较多，未来收入可持续性较好

2016年公司根据土地出让金返还确认土地出让收入；2016年土地出让收入由宁乡市财政局根据相关规定扣除相关规费税费后再将地款划拨至经开区管委会，经开区管委会收到款项后全额拨付至公司。

2017年公司与宁乡经济技术开发区管理委员会签署了《宁乡经济技术开发区土地整理投资协议》（以下简称“土地整理投资协议”），公司负责宁乡经济技术开发区范围内的土地整理业务，管委会每年度按项目实际完成量确认回购，回购金额由投资成本和投资回报构成，其中投资成本经管委会财政局投资评审中心审计确认，投资回报按经双方确认的投资成本的18%确定。管委会按照投资成本加投资回报，以现金方式向公司在不超过5年的期限内进行回购。

为明确双方权利和义务，根据公司每年实际投资开发的土地整理项目，公司与管委会按年再另行签订土地整理开发项目收购协议。根据公司与管委会签署的《2017年宁乡经济技术开发区土地整理开发项目收购协议》（以下简称“土地整理开发项目收购协议”），明确经投资评审中心审计确认的公司土地整理项目投资总成本包括工程费用、工程建设其他费用、预备费用、建设期贷款利息费用等项目支出，并约定项目收购价款为经审计确认投资总成本的118%，支付方式为公司项目移交后5年内完成支付，其中第一年至第五年的支付比例分别为40%、30%、10%、10%和10%。

2017年公司根据土地整理开发项目收购协议确认土地整理收入25,380.76万元。根据协

议约定，同时受营改增影响，2017年公司土地整理业务毛利率为12.71%。截至2017年底，公司存货中有存量土地749,158.19万元，土地整理成本293,254.36万元，后续随着该部分土地完成整理并收购，有望为公司带来持续的土地整理收入。值得注意的是，公司每年土地整理收入规模需根据当年土地收购情况确定，易受宁乡经开区土地规划及开发进度的影响，公司土地整理业务收入规模在波动的可能性。且土地整理收购款支付方式为公司项目移交后5年内完成支付，存在回款较慢、资金占用的问题。

公司工程建设收入保持一定增幅，毛利率较为稳定；目前在建及拟建项目较多，未来面临较大的资金压力

公司根据经开区管委会的统一部署，承担宁乡经济技术开发区的基础设施项目建设。公司与经开区管委会签订了基础设施委托代建合同，约定由公司负责经开区内基础设施项目的投资和建设施工管理，并在规定时限内将竣工后的项目交付经开区管委会，由经开区管委会财评中心审计投资额，再由经开区财政等负有支付责任单位按照审计确认金额支付价款。

2017年经开区投资评审中心共出具党校地块旧城改造项目工程结算书，公司共确认项目成本72,108.80万元，加计8%的代建管理费后扣除税收后确认基础设施代建收入75,609.23万元。截至2017年末，公司主要在建和拟建基础设施项目投资额合计141.48亿元，已完成投资84.29亿元，未来随着该部分项目的陆续完工，有望为公司带来持续的工程建设收入。但公司在建和拟建项目资金需求量较大，前期资金投入主要由公司自行解决，未来面临较大的资金压力。同时，公司工程建设项目回购协议执行受管委会财力及财政支出计划或有关部门的资金实力影响存在不确定性；受项目进展的影响，未来工程建设收入规模可能存在一定波动。

表 7 截至 2017 年 12 月 31 日公司主要在建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目名称	业务模式	总投资	累计已投资	建设期间
智能装备制造产业园路网基础设施项目	代建	10.29	4.29	2016.08-2020.03
宁乡经开区城中村改造项目	代建	9.08	3.38	2017.06-2019.05
东片区一期建设项目	代建	16.80	12.50	2016.09-2020.06
玉屏山国际产业区基础设施建设	代建	5.60	4.90	2016.06-2018.06
中马国际特色食品工业园	代建	8.03	6.16	2017.03-2018.03
爽尔妇婴童产业园	代建	3.13	1.64	2017.03-2018.03
长沙大河西先导区旺宁新村安居工程示范小区公租房项目	回购	9.74	9.74	已完结
永佳路工程项目	代建	2.35	2.35	已完结

三环东路工程项目	代建	2.96	2.96	已完工
蓝月谷路建设项目	代建	1.94	1.94	已完工
茶亭寺路建设项目	代建	2.08	2.08	已完工
宁乡大道北延线建设项目	代建	2.88	2.88	已完工
车站路东延线道路工程项目	代建	0.36	0.36	已完工
永佳东路道路工程项目	代建	1.66	1.66	已完工
一环东路（东沩南路至创业大道）道路改造 工程建设项目	代建	0.93	0.93	已完工
发展北路道路工程项目	代建	3.39	3.39	已完工
玉屏山国际产业区基础设施建设	代建	5.60	5.60	已完工
家电产业创新示范园一期	代建	16.19	16.19	已完工
园区绿化提质	代建	1.34	1.34	已完工
合计		104.35	84.29	

资料来源：公司提供

表 8 截至 2017 年 12 月 31 日公司拟建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	建设内容	资金来源
玉屏山产业城项目二期	4.40	①安全食品示范园产业平台，涵盖安全食品检测中心、食品研发中心、青少年食品教育基地、食品信息中心及电商平台等；②标准厂房；③食品仓储中心和食品展销中心及配套生活基地；④水、电、气等基础配套设施。	自有资金和贷款
中国长沙智能终端产业园二期	7.22	内容包括建筑工程及基础配套设施的建设，总建筑面积约 170,000.00 m ² ，基础配套设施建设包括：门楼、道路工程、给水工程、排水工程、电力工程（强电和弱电）、绿化工程、广场建设、挡土墙工程、智能停车场工程、亮化工程、地理式垃圾收集站、围墙及化粪池建设等。	自有资金和贷款
食品精加工区基础设施建设项目	13.92	项目规划区内的片区骨干路网建设及土地集约节约整治建设工程。	自有资金和贷款
宁乡经开区智能网络科技园项目	0.8	项目建设总用地面积约 11,690.00m(约 17.54 亩),项目建设内容包括厂房、食堂及基础配套设施工程,总建筑面积约 16,741.21m ² ,基础配套设施包括门楼、道路及广场等硬化铺装工程、给水工程、排水工程、电力工程(强电和弱电)、绿化工程、亮化工程、地理式垃圾收集站、围墙及化粪池建设等。	自有资金和贷款
宁乡经开区路网	10.79	拟对宁乡经开区檀金路、长兴路、东升路南延线、尚源路等 14 条道路进行新建或扩改提质改造，总长度预计约 23,480 米。	自有资金和贷款
合计	37.13	-	-

资料来源：公司提供

本期债券募投项目之一长沙大河西先导区旺宁新村安居工程示范小区公租房项目，经经开区管委会与公司就长沙大河西先导区旺宁新村安居工程示范小区公租房项目签订了 BT

协议，该协议项下的回购款项总额为 167,528.00 万元，在约定的 9 年支付期限分期支付给公司，具体支付安排为：本期债券存续期内第 1 年和第 2 年每年的付息日十个工作日之前，分别支付代建偿付资金人民币 1.5 亿元，本期债券存续期内第 3 年至第 7 年每年的付息日十个工作日之前，分别支付代建偿付资金人民币 2 亿元，本期债券到期后第一年内支付代建偿付资金人民币 2 亿元，本期债券到期后第二年内支付代建偿付资金人民币 1.7528 亿元。

公司 2017 年收到募投项目回购款 1.89 亿元。2017 年收到的回购款计入其他收益，收到回购款后公司按一定比例直接减少存货。需要注意的是：公司未按募集说明书约定确认回购款收入。

表 9 公司本期债券募投项目回购款支付计划情况（单位：亿元）

2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
1.5	1.5	2	2	2	2	2	2	1.7528

资料来源：公司本期债券募集说明书

公司商品房销售业务来源于子公司蓝月谷房地产，宁乡蓝色港湾房地产开发项目位于宁乡经济开发区金洲大道快速干线出口处，隶属于长沙市大河西先导区范围。蓝色港湾项目规划建筑面积 133,461.37 平方米，总投资额 35,570.00 万元。目前累计已销售面积为 133,461.37 平方米，2014-2017 年累计已收回资金 49,587.00 万元，2017 年确认商品房收入 8,355.47 万元。

表 10 2017 年公司自营房地产项目情况

项目	规划建筑面积(平方米)	总投资金额(万元)	已投资金额(万元)	已销售住宅面积(平方米)	已回收资金(万元)	预计销售价格(元/平方米)
蓝色港湾房地产开发项目	133,461.37	35,570.00	35,570.00	133,461.37	49,587.00	4,500.00

资料来源：公司提供

2017 年，公司继续得到当地政府在资产注入、财政补贴等方面的较大支持

公司作为宁乡经开区内土地开发和基础设施建设主体，承担了较多的开发和建设任务。为支持公司持续发展，保证宁乡经开区城市开发和建设的顺利进行，当地政府继续通过资产注入及财政补贴的方式给予公司较大支持。

资产注入方面，2017 年度经开区管委会将部分国有在建项目划转至公司子公司长沙顺泰投资管理有限公司，增加资本公积 76,411.47 万元。财政补贴方面，2017 年经开区财政局拨付公司包括基础设施建设及土地整理开发项目财政补贴款 18,900.00 万元。2017 年公司收到免征税费补贴 282.19 万元。当地政府对公司的资产注入以及财政补贴，在一定程度上缓

解了公司的资金压力。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年度审计报告，报告采用新会计准则编制。2016年数据均采用2017年审计报告的年初数。2017年公司新纳入合并财务报表范围的子公司3家，详见表1。

资产结构与质量

公司资产规模有所增加，但资产以土地资产和代建项目成本为主，资产流动性较差。截至2017年底，公司资产总计2,411,242.95万元，同比增长10.44%，主要系存货增长较快所致。资产结构方面，公司仍以流动资产为主，2017年末占比达到93.75%。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	113,479.39	4.71%	143,056.78	6.55%
应收账款	26,142.19	1.08%	22,472.57	1.03%
预付款项	48,636.16	2.02%	43,766.68	2.00%
其他应收款	165,096.24	6.85%	219,440.01	10.05%
存货	1,875,425.74	77.78%	1,631,075.30	74.71%
其他流动资产	31,702.13	1.31%	396.86	0.02%
流动资产合计	2,260,612.11	93.75%	2,060,208.21	94.36%
长期股权投资	63,745.62	2.64%	50,374.40	2.31%
投资性房地产	30,073.10	1.25%	16,078.04	0.74%
固定资产	44,409.12	1.84%	47,030.15	2.15%
非流动资产合计	150,630.85	6.25%	123,111.85	5.64%
资产总计	2,411,242.95	100.00%	2,183,320.06	100.00%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货组成。2017 年末，公司货币资金余额 113,479.39 万元，同比减少 20.68%，截至 2017 年末，使用受限的货币资金主要为按揭贷款保证金，共 423.03 万元。2017 年末公司应收账款同比增长 16.33%，全部系应收管委会土地整理回购款项。2017 年末预付款项同比增长 11.13%，主

要预付对象包括湖南宁乡农产品加工创业园建设投资有限公司、湖南万寿建设有限公司。2017 年末公司其他流动资产主要为待抵扣进项税。

2017 年末公司其他应收款为 165,096.24 万元，其他应收款主要系往来款。2017 年末前五大其他应收款余额占比 82.62%，集中度较高，账龄都在一年以内，其中应收宁乡经济技术开发区国有资产投资有限责任公司（以下简称“宁经开国投”）44,958.24 万元，占其他应收款总额 26.94%。宁经开国投与公司属于同一股东控制，存在的坏账风险较小，但对公司资金形成较大规模的占用。

存货主要由配套设施成本、土地整理成本、存量土地构成，土地均已经办理土地使用权证。截至 2017 年末，公司存货为 1,875,425.74 万元，同比增长 14.98%，主要系公司配套设施成本、土地整理成本分别增加 234,979.11 万元、61,410.23 万元所致。2017 年末存货账面价值占资产总额比重为 77.78%，占资产总额比重同比有所上升。存货中存量土地为 749,158.19 万元，其中已抵押的土地资产为 404,816.44 万元，占资产总额 16.79%。值得关注的是：存货中存在 819,239.31 万元配套设施成本，配套设施成本均为公司在建工程项目，占用运营资金，资产流动性较差。

公司非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产和固定资产构成。2017 年底长期股权投资 63,745.62 万元，同比上年增长 26.54%，包括对长沙格湘家电产业园投资有限公司投资 50,381.01 万元，以及对长沙宁京资产管理合伙企业（有限合伙）账面价值为 13,364.61 万元的投资。2017 年末投资性房地产同比增长 87.04%，主要系土地使用权公允价值变动 13,995.06 万元。固定资产主要系房屋、建筑物，2017 年末账面净值为 44,409.12 万元，较上年末减少 5.57%，其中有 538.27 万元的房屋及建筑物权证尚在办理中。

盈利能力

公司营业收入规模有所增加，未来收入来源较有保障，但盈利对政府补助依赖程度较高

2017 年公司营业收入为 112,444.90 万元，同比增长 17.59%，主要系工程建设收入、商品房收入增加较多所致。公司收入主要来源于土地整理收入、工程建设收入、商品房收入。截至 2017 年底，公司存货中有存量土地 749,158.19 万元，土地整理成本 293,254.36 万元，土地整理业务收入具备较好的持续性；公司在建、拟建项目较多，工程建设业务具备较好的持续性。但公司土地整理业务收入规模易受宁乡经开区土地规划及开发进度的影响，存在波动的可能性。且土地整理收购款存在回款较慢、资金占用的问题。工程建设项目易受管委会财力及支出计划及项目进展的影响，未来收入规模可能存在一定波动。

公司2017年综合毛利率为8.17%，与上年相比有所下降。2017年公司营业利润为35,855.20万元，同比增幅为131.49%，主要系2017年政府补助计入其他收益所致。为支持公司持续健康发展，2017年公司收到当地政府补贴及免征税费合计19,182.19万元，占当年利润总额的比例达54.36%，公司利润主要来源于政府补助收入。

表 12 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
营业收入	112,444.90	95,625.93
其他收益	19,182.19	-
营业利润	35,855.20	15,488.99
营业外收入	-	18,103.11
利润总额	35,287.39	33,579.94
综合毛利率	8.17%	10.96%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营现金流表现一般，目前在建和拟建项目资金需求较大，公司仍面临较大的资金压力

2017年公司主业回款较好，收现比从2016年的1.01上升至1.06。随着公司往来款项规模的增大，2017年公司经营活动现金流入规模较上年增长15.44%至350,414.35万元。随着公司对土地开发和基础设施建设项目资金持续投入，2017年公司经营活动现金流出规模仍较大，公司经营活动现金流表现一般。2017年经营活动现金净流入6,548.45万元，同比增长690.72%，主要系往来款流入增加所致。

公司投资活动产生的现金流规模较小，总体呈净流出，2017年末投资活动现金净流出43,748.26万元，净流出规模同比增加58.15%。流出规模较上年大幅增加，主要原因是2017年公司出资13,375.00万元与丝路华创投资管理（北京）有限公司、银河金汇证券资产管理有限公司共同设立长沙宁京资产管理合伙企业（有限合伙），另外，2017年新增29,100.00万元理财产品。

土地整理项目和代建项目持续投入导致公司整体资金面偏紧，公司项目资金和负债还款资金主要依靠外部融资解决，2017年，公司筹资活动流入429,775.00万元，主要系取得借款和发行债券收到的资金，2017年公司新发行债券宁经开16债、17宁经开PPN001、17宁经开PPN002合计200,000.00万元。

截至2017年12月末，公司主要在建和拟建基础设施项目预计投资总额合计141.48亿

元，已完成投资84.29亿元，尚需投资57.19亿元，未来公司仍将面临一定的资金压力。

表 13 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	1.06	1.01
销售商品、提供劳务收到的现金	119,539.25	96,783.08
收到的其他与经营活动有关的现金	230,875.10	206,758.43
经营活动现金流入小计	350,414.35	303,541.51
购买商品、接受劳务支付的现金	282,203.52	260,826.55
支付的其他与经营活动有关的现金	58,668.97	41,470.32
经营活动现金流出小计	343,865.90	302,713.35
经营活动产生的现金流量净额	6,548.45	828.16
投资活动产生的现金流量净额	-43,748.26	-27,662.77
筹资活动产生的现金流量净额	41,420.48	70,991.53
现金及现金等价物净增加额	4,220.67	44,156.92

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大且持续增长，面临较大的债务偿付压力

2017年末公司股东权益合计为1,204,359.82万元，同比增长5.27%，主要系经开区管委会将部分国有在建项目划转至长沙顺泰投资管理有限公司增加资本公积76,411.47万元，管委会2017年收回公司部分划拨土地，相应减少了资本公积47,282.64万元。

随着公司项目建设的不断投入，公司融资规模不断提升。2017年底公司产权比率为100.21%，产权比率较高。2017年底公司资产负债率为50.05%，同比2016年末有所上升。

表 14 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	1,206,883.13	1,039,234.91
股东权益合计	1,204,359.82	1,144,085.15
产权比率	100.21%	90.84%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要包括应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债。2017年应付账款金额为17,277.20万元，同比下降45.47%，主要系项目合作开发保证金和履约金。2017年预收款项同比增长158.91%，主要为新增预收购房款。2017年应付利息同比增长45.59%，主要为新增应付债券利息。2017年其他应付款金额为69,263.67万元，同比下降45.52%，主要为应付长沙润怡城乡开发建设有限公司、湖南绿色再生资源公司、珠海德裕投资有限公

司、湖南妙盛企业孵化港有限公司的往来款和质保金。2017年一年内到期的非流动负债为167,890.00万元，主要系一年内到期的长期借款，公司在2018年需要偿还较多到期的长期借款。

从非流动负债来看，公司2017年长期借款为272,450.00万元，同比下降9.58%。公司2017年应付债券金额为598,082.84万元，主要系公司新发行债券宁经开16债、17宁经开PPN001、17宁经开PPN002合计200,000.00万元。公司2017年长期应付款同比增长123.46%，主要系2017年新增与浦银金融租赁股份有限公司3亿元的融资租赁款。总体来看，公司负债以非流动负债为主，且占比进一步攀升。

表 15 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	5,000.00	0.41%	3,000.00	0.29%
应付账款	17,277.20	1.43%	31,686.39	3.05%
预收款项	10,915.31	0.90%	4,215.93	0.41%
应付利息	20,018.95	1.66%	13,749.96	1.32%
其他应付款	69,263.67	5.74%	127,136.20	12.23%
一年内到期的非流动负债	167,890.00	13.91%	114,823.00	11.05%
流动负债合计	294,480.89	24.40%	296,593.32	28.54%
长期借款	272,450.00	22.57%	301,307.00	28.99%
应付债券	598,082.84	49.56%	422,740.81	40.68%
长期应付款	35,805.16	2.97%	16,023.05	1.54%
非流动负债合计	912,402.24	75.60%	742,641.59	71.46%
其中：有息债务	1,079,228.01	89.42%	857,893.86	82.55%

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

截至2017年末，公司有息债务余额1,079,228万元，同比增长25.80%，占总负债的比重为89.42%，有息债务持续增长且规模较大，从期限结构看主要为长期有息债务，长期存在较大的偿债压力。

根据偿还计划，公司在2018年需要偿还有息债务182,497.89万元，在2019年需要偿还有息债务242,731.71万元，偿付的集中度较高。

表 16 截至2017年12月31日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2018年	2019年	2020年及以后
合计	182,497.89	242,731.71	653,998.404

资料来源：公司提供

近两年随着公司融资规模的大幅增加，公司负债规模持续增加，资产负债率持续上升。

公司流动资产规模较大，公司流动比率尚可，速动比率表现一般。但流动资产主要为存货中的土地、开发成本，公司短期偿债压力仍较大。

受公司利息支出规模进一步增加影响，公司 2017 年公司 EBITDA 利息保障倍数进一步下降。考虑到公司在建、拟建项目后续投入资金仍较多，资金需求量大，未来融资规模预计将持续增加，公司偿债压力进一步加大。

表 17 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	50.05%	47.60%
流动比率	7.68	6.95
速动比率	1.31	1.45
EBITDA（万元）	42,875.06	40,695.37
EBITDA 利息保障倍数	0.69	0.86
有息债务/EBITDA	25.17	21.08

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

截至2017年底，公司对外担保合计11.63亿元，占同期净资产的比重为9.66%，规模较大。担保对象中长沙润怡城乡开发建设有限公司为民营企业，是园区重点支持企业且有反担保措施，该笔担保金额为1,500万元；其余均无担保措施。整体来看，公司仍存在一定的或有负债风险。

表 18 截至 2017 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	被担保方公司性质	与本企业关系	是否有反担保措施	担保到期日
长沙天宁热电有限公司	1,000.00	国有参股	参股公司	无	2017/11/28
长沙蓝月谷实业集团有限公司	40,000.00	国有企业	同一控制人	无	2020/4/17
长沙润怡城乡开发建设有限公司	1,500.00	民企	无关联关系	有	2018/1/28
湖南宁乡农产品加工创业园建设投资有限公司	14,300.00	国有企业	最终同一控制人	无	2019/1/24
湖南宁乡农产品加工创业园建设投资有限公司	10,000.00	国有企业	最终同一控制人	无	2018/6/26
湖南宁乡农产品加工创业园建设投资有限公司	3,100.00	国有企业	最终同一控制人	无	2019/6/16
湖南宁乡农产品加工创业园建设投资有限公司	6,400.00	国有企业	最终同一控制人	无	2019/12/30
长沙格湘家电产业园投资有限公司	18,000.00	国有参股	参股公司	无	2020/3/1

长沙格湘家电产业园投资有限公司	20,000.00	国有参股	参股公司	无	2019/9/14
长沙格湘家电产业园投资有限公司	2,000.00	国有参股	参股公司	无	2019/10/23
合计	116,300.00				

资料来源：公司提供

七、评级结论

2017，宁乡市经济和财政稳步增长，为公司发展提供了良好的外部环境。截至2017年末，公司存货中有存量土地749,158.19万元，土地整理成本293,254.36万元；主要在建和拟建基础设施项目投资额合计141.48亿元，已完成投资84.29亿元，公司工程建设和土地整理业务持续性较好，收入来源较有保障。2017年公司在资产注入以及财政补贴方面继续得到当地政府较大的支持。

同时我们也关注到，公司土地整理收入易受管委会土地规划及开发进度影响，收入规模存在一定的波动性。目前公司在建和拟建项目投资规模较大，公司还需投入大量资金，未来面临较大的资金压力。公司资产以土地资产和代建项目成本为主，资产流动性较弱，有息债务持续增长且规模较大，面临较大的债务偿还压力。

基于上述情况，鹏元维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
流动资产：			
货币资金	113,479.39	143,056.78	113,735.44
应收账款	26,142.19	22,472.57	23,799.97
预付款项	48,636.16	43,766.68	55,062.41
应收利息	130.26	-	
其他应收款	165,096.24	219,440.01	129,299.10
存货	1,875,425.74	1,631,075.30	1,252,824.98
其他流动资产	31,702.13	396.86	
流动资产合计	2,260,612.11	2,060,208.21	1,574,721.90
非流动资产：			
可供出售金融资产	12,356.99	9,575.19	8,489.00
长期股权投资	63,745.62	50,374.40	19,765.59
投资性房地产	30,073.10	16,078.04	
固定资产	44,409.12	47,030.15	49,196.73
无形资产	7.20	9.60	
递延所得税资产	38.81	44.46	7.44
非流动资产合计	150,630.85	123,111.85	77,458.76
资产总计	2,411,242.95	2,183,320.06	1,652,180.65
流动负债：	-	-	
短期借款	5,000.00	3,000.00	18,145.00
应付账款	17,277.20	31,686.39	4,935.84
预收款项	10,915.31	4,215.93	428.82
应付职工薪酬	2.33	3.41	57.1
应交税费	4,113.44	1,978.44	906.48
应付利息	20,018.95	13,749.96	7,489.97
其他应付款	69,263.67	127,136.20	107,232.95
一年内到期的非流动负债	167,890.00	114,823.00	50,850.00
流动负债合计	294,480.89	296,593.32	190,046.16
非流动负债：			
长期借款	272,450.00	301,307.00	296,450.00
应付债券	598,082.84	422,740.81	198,158.75
长期应付款	35,805.16	16,023.05	-

递延所得税负债	6,064.23	2,570.73	
非流动负债合计	912,402.24	742,641.59	494,608.75
负债合计	1,206,883.13	1,039,234.91	684,654.91
股东权益：	-	-	
股本	110,000.00	110,000.00	60,000.00
资本公积	877,071.21	847,942.39	751,290.49
盈余公积	19,507.44	17,563.12	15,204.41
未分配利润	197,680.01	168,579.64	141,030.84
归属于母公司股东权益合计	1,204,258.67	1,144,085.15	967,525.74
少数股东权益	101.16	-	
股东权益合计	1,204,359.82	1,144,085.15	967,525.74
负债和股东权益总计	2,411,242.95	2,183,320.06	1,652,180.65

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	112,444.90	95,625.93	90,756.71
其中：营业收入	112,444.90	95,625.93	90,756.71
二、营业总成本	111,329.81	93,786.65	84,404.63
其中：营业成本	103,263.22	85,146.71	78,517.69
营业税金及附加	206.17	352.89	206.45
销售费用	273.38	161.42	-
管理费用	3,585.58	3,712.74	3,718.33
财务费用	3,450.69	3,774.06	1,531.26
资产减值损失	550.77	638.83	430.9
加：公允价值变动收益	13,995.06	10,191.37	
投资收益	1,562.86	3,458.34	-226.94
其他收益	19,182.19	-	
三、营业利润	35,855.20	15,488.99	6,125.15
加：营业外收入	-	18,103.11	17,595.68
减：营业外支出	567.81	12.16	308.2
四、利润总额	35,287.39	33,579.94	23,412.63
减：所得税费用	4,241.54	3,913.22	1,617.66
五、净利润	31,045.85	29,666.72	21,794.97

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	119,539.25	96,783.08	97,132.76
收到其他与经营活动有关的现金	230,875.10	206,758.43	140,776.08
经营活动现金流入小计	350,414.35	303,541.51	237,908.84
购买商品、接受劳务支付的现金	282,203.52	260,826.55	177,613.12
支付给职工以及为职工支付的现金	323.83	255.21	185.1
支付的各项税费	2,669.58	161.28	236.46
支付其他与经营活动有关的现金	58,668.97	41,470.32	45,172.68
经营活动现金流出小计	343,865.90	302,713.35	223,207.36
经营活动产生的现金流量净额	6,548.45	828.16	14,701.48
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	178.45	-	-
取得投资收益收到的现金	1,011.12	2,359.53	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	4.44	-	-
投资活动现金流入小计	1,194.01	2,359.53	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	217.27	22.30	6,093.13
投资支付的现金	44,725.00	30,000.00	-
投资活动现金流出小计	44,942.27	30,022.30	6,093.13
投资活动产生的现金流量净额	-43,748.26	-27,662.77	-6,093.13
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	100.00	50,000.00	20,000.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	100.00	-	-
取得借款收到的现金	395,675.00	373,200.00	315,045.00
收到其他与筹资活动有关的现金	34,000.00	24,900.00	-
筹资活动现金流入小计	429,775.00	448,100.00	335,045.00
偿还债务支付的现金	173,390.00	125,315.00	178,130.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	57,047.38	42,113.08	36,753.00
支付其他与筹资活动有关的现金	157,917.13	209,680.39	120,785.24
筹资活动现金流出小计	388,354.52	377,108.47	335,668.24
筹资活动产生的现金流量净额	41,420.48	70,991.53	-623.24
四、现金及现金等价物净增加额	4,220.67	44,156.92	7,985.11
加：年初现金及现金等价物余额	108,835.70	64,678.78	55,850.32

五、期末现金及现金等价物余额	113,056.36	108,835.70	63,835.44
----------------	------------	------------	-----------

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	31,045.85	29,666.72	21,794.97
加：资产减值准备	550.77	499.32	430.9
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,833.86	2,784.11	2,693.53
无形资产摊销	2.40	-	-
公允价值变动损失（收益以“-”号填列）	-13,995.06	-	-
财务费用（收益以“-”号填列）	4,751.41	4,331.32	2,637.05
投资损失（收益以“-”号填列）	-1,562.86	-3,508.34	226.94
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	5.66	-3.69	-4.66
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	3,493.50	-	-
存货的减少（增加以“-”号填列）	-157,607.51	-205,893.35	-95,634.96
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	202,684.11	105,784.38	48,896.30
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-65,653.69	74,381.32	33,661.41
其他	-	-7,213.64	-
经营活动产生的现金流量净额	6,548.45	828.16	14,701.48

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
综合毛利率	8.17%	10.96%	13.49%
产权比率	100.21%	90.84%	70.76%
资产负债率	50.05%	47.60%	41.44%
流动比率	7.68	6.95	8.29
速动比率	1.31	1.45	1.69
EBITDA (万元)	42,875.06	40,695.37	28,743.21
EBITDA 利息保障倍数	0.69	0.86	0.65

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日纳入合并范围的子公司

子公司名称	持股比例	注册资本（万元）	主营业务
长沙顺泰投资管理有限公司	100%	10,000	实业投资；项目投资；投资管理服务
长沙蓝月谷房地产开发有限公司	100%	3,000	房地产开发，新材料的开发及相关技术服务
宁乡经济技术开发区经湘基础设施建设有限公司	98.04%	5,100	市政设施管理；绿化管理；城市基础设施建设
长沙瑞达置业有限公司	100%	5,000	房地产开发、物业管理、商业贸易

资料来源：公司 2017 年审计报告

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/ (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。